

2. Кресс В.М., Грачев В.А. Законодательное обеспечение научно-технического прогресса на современном этапе. Экономика и управление. 1997. № 1-2. С. 45-49.

2. Бестужев-Лада И.В., Наместникова А. Социальное прогнозирование: курс лекций. М.: Педагогическое общество России, 2007. 392 с.

3. Шумпетер И. Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982. 453 с.

4. Банки та банківська справа / за ред. І.Т. Балабанова. К., 2013. 304 с.

5. Банківські операції. Ч. 1 / за заг. ред. О.І. Лаврушина. М.: ИНФРА-М, 2010. 96 с.

6. Кривич Я.М. Вплив інновацій на стратегічний розвиток банку. URL: <http://dSPACE.uabs.edu.ua/bitstream/123456789/7973/4.pdf>.

7. Меда Н.С. Поняття банківського товару і його зв'язок із категоріями «банківський продукт», «банківська послуга» та «банківська опе-

рація». Збірник наукових праць. 2014. Вип. 38. С. 196-204.

8. Кифяк Р. Альтернативні канали продажу банківських продуктів як пріоритетний напрям розвитку банківського бізнесу. Вісник НБУ. 2011. № 10. С. 106-110.

9. Тесьлович М. Організація продаж як заключна стадія інноваційно-технологічного процесу в системі продаж банківського ритейлу. URL: <http://libfor.com>.

10. Просування банківських послуг в умовах українського ринку інноваційних технологій / І.З. Гнилякевич, О.Р. Голубник, І.М. Палько. Сталий розвиток економіки. 2012. № 6(16). С. 313-318.

11. Бегун К.А. Ко-брендінг як засіб стимулювання продажу банківських продуктів і створення іміджу банківської організації. Економіка та підприємництво; відп. ред. С.І. Дем'яненко. 2009. Вип. 23. С. 265-271.

12. Prostobank.ua. Отримуємо бонуси, розплачуємось картою: що пропонують в рамках ко-брендових проектів улітку-2012. URL: <http://ua.prostobank.ua>.

## ФІНАНСОВІ МЕХАНІЗМИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

### FINANCIAL MECHANISMS OF EVALUATION OF CAPITAL VALUE OF JOINT STOCK COMPANY

*Визначено сутність акціонерних товариств як похідних від ринку акцій, що є товаром, здатним приносити дохід на ринку капіталів. Узагальнено чинники, які впливають на вартість акціонерного капіталу. Основними серед них є: концентрація угод на різних сегментах ринку, публічний чи приватний характер, наявність достовірної та повної інформації про рівень капіталізації основних суб'єктів господарювання; рівень ризиків нагромадження капіталів та їх використання у реальному секторі економіки; обсяг тіньової економічної діяльності, стан захисту прав власності тощо. Запропоновано авторську дефініцію фінансових механізмів оцінки вартості капіталу акціонерного капіталу.*

**Ключові слова:** фінансові механізми, оцінка, вартість капіталу, акціонерне товариство, публічне, приватне.

*Определена сущность акционерных обществ как производных от рынка акций, которые являются товаром, способным приносить доход на рынке капиталов. Обобщены факторы, влияющие на стоимость акционерного капитала. Основными среди них являются: концентрация сделок на различных сегментах рынка, публичный или частный характер, наличие достоверной и полной информации об уровне капитализации основных субъектов хозяйствования; уровень рисков накопления капиталов и их использование в реальном секторе экономики; объем теневой экономической деятельности, состояние защиты прав собственности и тому подобное. Предложена авторская дефиниция финансовых механизмов оценки стоимости капитала акционерного капитала.*

*защиты основных субъектов хозяйствования; уровень рисков накопления капиталов и их использование в реальном секторе экономики; объем теневой экономической деятельности, состояние защиты прав собственности и тому подобное. Предложена авторская дефиниция финансовых механизмов оценки стоимости капитала акционерного капитала.*

**Ключевые слова:** финансовые механизмы, оценка, стоимость капитала, акционерное общество, публичное, частное.

*The essence of joint stock companies as derivatives from the stock market, which is a commodity capable of generating income in the capital market, is determined. The factors that affect the value of equity capital are summarized. The main ones are: the concentration of transactions in different segments of the market, public or private, the availability of reliable and complete information on the level of capitalization of major business entities; the level of risks of capital accumulation and their use in the real sector of the economy; volume of shadow economic activity, state of property rights protection, etc. The author's definition of financial mechanisms for estimating the value of equity capital is proposed.*  
**Key words:** financial mechanisms, estimation, cost of capital, joint-stock company, public, private.

УДК 336.76

**Косова Т.Д.**

д.е.н., професор, професор кафедри обліку, фінансів та економічної безпеки Донецький національний технічний університет (м. Покровськ)

**Деєва Н.Е.**

д.е.н., професор, професор кафедри менеджменту Київський національний торговельно-економічний університет

**Постановка проблеми.** Фінансовий стан, фінансові результати і вартість капіталу є визначальними індикаторами ефективності функціонування підприємства. Акціонерне товариство є найбільш розвиненою формою об'єднання розрізаних внесків в один

загальний асоційований капітал завдяки розподілу акціонерного капіталу на рівновеликі частки, що вільно обертаються у формі акцій [1].

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Істотний вплив на вартість акціонерного товари-

ства має стан корпоративного управління, на чому акцентують увагу багато вчених. І. Малик виділяє такі його вартісні моделі: концентровану, змішану полярну (концентрація контрольного пакета акціонерного капіталу у невеликій кількості акціонерів, розпорошення неконтрольного пакету серед великої кількості міноритарних акціонерів, зазвичай фізичних осіб), розпорошену [2, с. 4]. Недосконале правове регулювання відносин управління, які склалися в акціонерних товариствах, негативно впливає на їхню вартість. Л. Тараш обґрунтовує необхідність застосування адекватних трансформаційній економіці механізмів корпоративного управління [3, с. 21], О. Пампура, Т. Кавитова зосереджуються на вдосконаленні регламентованих типових документів, пов'язаних із реалізацією функції управління корпоративними правами [4, с. 61]. П. Фролов особливу увагу приділяє місцю, ролі й ефективності функціонування виконавчого органу акціонерних товариств – правлінню [5, с. 43], а В. Прилипко – розвитку фондового ринку і перспективи зростання інноваційного потенціалу акціонерних товариств [6, с. 98].

**Постановка завдання.** Метою статті є вдосконалення фінансових механізмів оцінки вартості капіталу акціонерного капіталу.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** У процесі еволюції організаційно-правових форм господарювання акціонерні товариства виділилися як найбільш перспективні [7, с. 401]. Досліджувалися питання економічної та правової природи акціонерних товариств, акціонерної власності; з'ясувалася загальна картина й основні закономірності розвитку акціонерної справи, пов'язані з концентрацією виробництва і капіталу, залученням іноземних інвесторів, монополізацією тощо. Українські економісти М. Бунге [8], М. Туган-Барановський [9] узагальнили характерні ознаки підприємництва і дали визначення акціонерного товариства: господарське об'єднання, статутний капітал якого поділяється на рівні частки, представлені акціями; юридична особа, яка відповідає за своїми зобов'язаннями лише майном, що належить їй на правах власності. Акціонери, які повністю сплатили свої акції, додаткової відповідальності за борги товариства не несуть, а лише ризикують утратити можливість повернення вартості своїх акцій. Діяльність акціонерних товариств може мати антисоціальну спрямованість і потребує відповідних заходів державного регулювання, спрямованих на боротьбу зі шкідливими для широких верств населення наслідками. В основі трактування сутності акціонерного товариства лежать ідея «мережі контрактів» і внутрішньофірмовий розподіл прав власності, у межах якого права на остаточні рішення власників (акціонерів) обмежені і зводяться до права на контроль над вищими менеджерами.

Сучасні українські корпорації не однорідні за своєю сутністю і методами формування. Поряд із корпораціями, сформованими на ринкових засадах, функціонує значна кількість акціонерних підприємств, які склалися у процесі пострадянської трансформації і мають аморфну модель «принципал-агент», що зумовлює внутрішні корпоративні конфлікти і слабкий захист прав акціонерів [10, с. 127].

Кожна форма ділової організації має позитивні та негативні боки. До переваг розподілу прав власності в акціонерному товаристві слід віднести: зниження ризиків, пов'язаних з інвестиціями, що відкриває можливості для мобілізації крупних сум капіталу; високу ліквідність унаслідок вилучення частки капіталу шляхом продажу акцій; добру форму захисту від «здирництва», оскільки продаж акцій не впливає на частку специфічних активів, які залишаються у фірмі; розділення функції прийняття ризиків (право на залишковий дохід) і функції управління (право на ухвалення більшої частини остаточних рішень), що дає можливість підбирати професійних менеджерів.

Відповідно до сучасної інституціональної теорії, суспільні інститути грають вирішальну роль у поясненні економічних явищ. Інститути – це правила гри, які склалися у товаристві, формальні і неформальні, а організації – це об'єднання людей для досягнення певної мети. Найважливішими атрибутами інституту акціонерної власності є: кількість емітованих товариством акцій, кількість акціонерів і частка акціонерного капіталу, що припадає на одного акціонера [11, с. 219].

Важливим інститутом, який впливає на вартість акціонерного товариства, є корпоративна культура. Її низький рівень є однією з головних причин порушення прав акціонерів, здебільшого міноритарних, що проявляється у: неналежній увазі до інтересів інвесторів; відсутності рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин; фінансовій непрозорості та невідкритості акціонерних товариств; відсутності правил ефективного менеджменту та належного контролю.

Відносини власності, крім структури, визначаються життєвим циклом акціонерного товариства. У момент його створення відбувається специфікація (встановлення) прав власності, визначається номінальна ціна акцій. Протягом існування акціонерного товариства ціна акцій змінюється і встановлюється залежно від угоди між учасниками операції. У будь-який момент часу кожен акціонер має декілька альтернатив: продати свій пакет акцій іншому акціонеру даного товариства або зовнішньому інвесторові; купити пакет акцій у іншого акціонера даного товариства; відмовитися від укладання угод. Привабливість операції оцінюється відношенням величини прибутку, отриманого від угоди, до величини трансакційних

витрат. З економічного погляду ця величина є рентабельністю обміну правами власності. Чим вона більше, тим ефективніше здійснюється сам обмін [12]. У завершальний момент існування ціна акції визначається через вартість ліквідації товариства.

Однак ефективне функціонування акціонерних товариств та фінансового ринку потребує створення відповідних правил гри та механізмів, які б забезпечували виконання цих правил. Вадою українського фондового ринку є його орієнтація не на публічне залучення ресурсів, а на прихований перерозподіл активів і силове захоплення сторонніх компаній.

До проблем функціонування акціонерних товариств слід віднести можливість конфліктів. По-перше, це конфлікти, які виникають між представниками різних ланок корпоративного управління: акціонерами та менеджментом через асиметрію інформації, а також схильність менеджерів до опортуністичної поведінки; акціонерами та кредитором – через уподобання акціонерів ухвалювати рішення, які піддають кошти кредиторів надмірному ризику; менеджментом та постачальниками, які виникають через можливість здринької поведінки під час укладання угод; коаліцією «акціонери – менеджери» та споживачами продукції; коаліцією «акціонери – менеджери» та місцевими громадами з приводу інтернаціоналізації зовнішніх ефектів, пов'язаних із негативним впливом підприємств на природне середовище. По-друге, це конфлікти, які виникають усередині самих ланок корпоративного управління внаслідок конкуренції між різними групами в них, передусім, великими та дрібними акціонерами.

Вірогідність виникнення корпоративних конфліктів примушує заздалегідь шукати можливості узгодження різних позицій, і у цьому контексті корпоративний конфлікт – це спосіб розвитку й удосконалення корпоративного управління. З іншого боку, вирішення корпоративних конфліктів вимагає ресурсів, які відволікаються, у тому числі й від підвищення ефективності управління підприємством, подальшого розвитку бізнесу і збільшення акціонерного капіталу.

Для зменшення ризиків функціонування акціонерного товариства використовують механізми «контролю над контролерами». До внутрішніх механізмів належать: контроль із боку Ради директорів; концентрація акцій у руках компактної групи акціонерів; участь менеджерів в акціонерному капіталі своїх корпорацій; ув'язка винагороди керівників зі станом справ у фірмі; процедури банкрутств і контролю з боку кредиторів. Найважливішим елементом зовнішнього контролю є фондовий ринок, оскільки падіння курсу акцій погіршує умови, на яких керівництво корпорації може залучити додатковий капітал; негативно позначається на діловій репутації менеджерів; робить корпорацію легшою

здобиччю для поглинання, за яким зазвичай слідує зміна всього керівництва.

Порівняльний аналіз основних вимог до публічних і приватних акціонерних товариств дав змогу визначити принципові відмінності в кількісному складі акціонерів, характері розміщення й обігу акцій:

Публічний тип повніше відповідає розпорощеній акціонерній власності, оскільки не обмежує відчуження акцій без згоди інших акціонерів, забезпечує захист інтересів меншоритарних власників шляхом голосування на загальних зборах акціонерів із використанням бюлетенів, обрання членів наглядової ради та ревізійної комісії шляхом кумулятивного голосування. Прозорість діяльності публічного товариства забезпечується зобов'язанням щодо розкриття широкого переліку інформації та наявності власної web-сторінки в мережі Інтернет, перевіркою незалежним аудитором річної фінансової звітності тощо. Приватний тип найбільше виправдовує себе в умовах концентрованої акціонерної власності через винятково приватне розміщення акцій, переважне право акціонерів на придбання акцій, створення умов для укладання договору між акціонерами, за яким виникають додаткові зобов'язання.

Виходячи з аналізу систем корпоративного управління вітчизняних акціонерних товариств, проведення оцінки вартості акціонерного товариства може включати в себе такі етапи [13, с. 127]: збір та аналіз інформації про систему корпоративного управління в акціонерному товаристві; аналіз внутрішніх корпоративних документів акціонерного товариства, які регулюють вартісні аспекти; індивідуальні інтерв'ю (анкетування) з крупними акціонерами, членами наглядової ради, правління, ревізійної комісії, портфельними інвесторами; порівняльний аналіз вартості акцій з аналогічними товариствами з погляду галузі, розміру, корпоративної стратегії тощо; аналіз зовнішньої інформації про стан системи корпоративного управління у компанії; напрацювання рекомендацій щодо вдосконалення системи корпоративного управління в акціонерному товаристві.

Найбільш важливим об'єктом фінансового контролю є власний капітал корпорації. У більшості приватних акціонерних товариств протягом року здійснюється небагато операцій з акціонерним капіталом, і зазвичай існує лише кілька власників акцій. Типовими операціями, які стосуються акціонерного капіталу, як правило, є зміни в акціонерному капіталі за рахунок річного прибутку чи збитку та об'яви дивідендів. Для публічних акціонерних товариств перевірка акціонерного капіталу складніша через більшу кількість акціонерів і часті зміни осіб, що є власниками акцій.

Об'єктивна оцінка вартості капіталу акціонерного товариства передбачає необхідність дотримання принципів: повноти і завершеності наяв-

них операцій; наявності і точності облікованих операцій; представлення і розкриття у фінансовій звітності. Перші два завдання включають тестування внутрішнього контролю та господарських операцій, а останнє – перевірку сальдо рахунків балансу. Запорукою ефективності корпоративного контролю є належна робота служби внутрішнього аудиту корпорації, яка дасть змогу власникам (акціонерам) привести систему корпоративного управління акціонерного товариства відповідно до вимог чинного законодавства, врахувати інтереси акціонерів, інститутів фінансової інфраструктури, а також прагнення потенційних інвесторів.

Капіталізація, або сукупна ринкова вартість акцій одного емітента, – це один із найважливіших показників діяльності відкритих акціонерних товариств та свідчення оцінки учасниками торговельних відносин рівня інвестиційної привабливості підприємства. Збільшення вартості пайових цінних паперів на вторинному ринку безпосередньо впливає на показник капіталізації. Розрізняють капіталізацію однієї акції (вартість її за біржовим курсом) і капіталізацію акціонерної компанії (добуток курсової вартості акцій компанії від числа акцій, що становлять її акціонерний капітал).

На вартість капіталу акціонерного товариства впливають такі чинники:

- покупка інструментів капіталу у працюючих власників та інших «дрібних» учасників корпорації може здійснюватися відкрито або через підставні структури;

- скуповування акцій для подальшого перепродажу, яке є різновидом так званого «корпоративного шантажу» (*greenmail*), коли певний пакет акцій акціонерного товариства перебуває у володінні недружньо налаштованої щодо акціонерного товариства компанії (групи осіб). За цих умов компанія-ціль, що є об'єктом корпоративного шантажу, вимушена викупляти акції за ціною, що значно перевищує їхню поточну ринкову вартість, для запобігання застосуванню до неї процедури поглинання;

- придбання акцій додаткової емісії. Всупереч світовій практиці, коли зазначена операція дає змогу акумулювати акціонерний капітал для компанії з низькою операційною вартістю, в Україні вона часто використовується для зміни структури власності та збільшення частки акціонера, що дає пріоритет в управлінні компанією;

- приватизаційні процеси, які створюють можливість для участі рейдерів у конкурентних торгах та організації договірної роботи із фізичними особами, покупки меншоритарної частки акцій компанії під час приватизації, отримання контролю над придбаними активами за найменш можливу ціну.

Важливу роль у визначенні вартості акціонерного товариства відіграють фондові індекси. Правила розрахунку індексу ПФТС [14] визнача-

ють: кількість емітентів, акції яких включаються до «індексного кошику» індексу; особливості розрахунку індексу в режимі реального часу і формування «індексного кошику», періодичність внесення змін нього; особливості формування «листа очікування» та періодичність внесення змін до нього; обмеження питомої ваги акцій у базі розрахунку індексу; особливості оприлюднення інформації щодо значень індексу та його складників.

Під час розрахунку індексу використовується кількість цінних паперів у випусках відповідних акцій, які вільно обертаються на організованому ринку цінних паперів, що дорівнює частці акціонерного капіталу емітента, розмір якої визначається коефіцієнтом *free-float*. Визначення значень коефіцієнта *free-float* Індексним комітетом базується на експертній оцінці, що передбачає виключення з акціонерного капіталу емітента: кількості акцій, що знаходяться у: державній власності, власності емітента, власності стратегічних інвесторів, власності менеджменту та трудового колективу підприємства, перехресному володінні.

Важливим чинником зростання вартості капіталу акціонерного капіталу є розкриття емітентами цінних паперів регулярної річної інформації, що дає змогу аналітикам фондового ринку оцінити фінансово-господарський стан емітентів, а державному регулятору – оперативно здійснити моніторинг стану корпоративного управління та дивідендної політики в акціонерних товариствах. Це в підсумку впливає на коливання біржового курсу цінних паперів, які знаходяться в обігу на фондових біржах.

Також необхідно наголосити на важливості інформації, яка має розміщуватися на власній Інтернет-сторінці акціонерного товариства: склад органів управління товариства, статут та внутрішні документи, протоколи загальних зборів акціонерів після їх проведення тощо. Використання фондовим ринком інформаційних технологій сприятиме зміцненню корпоративного управління, формуванню прозорої інформації про діяльність емітента і підвищенню його капіталізації.

Якість процесу корпоративного управління може впливати на здатність компанії як виконувати свої договірні фінансові зобов'язання перед кредиторами, так і максимізувати вартість акцій компанії і розподіл дивідендних доходів серед акціонерів. Рейтингування рівня корпоративного управління значно впливає на вартість акціонерного товариства. Як приклад, можна навести рейтинг *GAMMA (Governance, Accountability, Management Metrics and Analysis)* – аналіз та оцінка корпоративного управління, підзвітності та менеджменту). Він дає орієнтири для інвесторів, які вкладають кошти в акції, оскільки за його привласнення акцент робиться на дотриманні прав акціонерів, ризиках, пов'язаних із правами власності, і на акціонерній

демократії [15]. Під час привласнення рейтингу ГАММА враховуються такі нефінансові ризики, як нерівне відношення до різних акціонерів і розмивання акціонерної вартості [16]. Це багатофакторний аналіз, що фокусується на тих аспектах корпоративного управління, які особливо важливі для зниження вказаних ризиків.

**Висновки з проведеного дослідження.** Акціонерні товариства є похідними від ринку акцій і виникли пізніше фондового ринку. Акція виникла як товар, основною характеристикою, споживчою вартістю якою була здатність приносити дохід, так що даний товар повною мірою відповідає терміну «товар – капітал», а ринок, на якому він обертається, – терміну «ринок капіталів».

Акціонерне товариство є організаційно-правовою формою господарювання, яка конкурує з іншими здатністю забезпечувати економію трансакційних витрат. На його вартість впливає безліч факторів: концентрація угод на різних сегментах ринку (біржовий, позабіржовий), публічний чи приватний характер, наявність достовірної та повної інформації про рівень капіталізації основних суб'єктів господарювання; рівень ризиків нагромадження капіталів та їх використання у реальному секторі економіки; обсяг тіньової економічної діяльності, стан захисту прав власності тощо.

Під фінансовими механізмами оцінки вартості капіталу акціонерного капіталу розуміємо сукупність форм і методів, які синтезують облікові операції, формування фінансової звітності, розкриття інформації про стан корпоративного управління, біржові котирування, рейтинги цінних паперів.

Перспективою подальших досліджень є обґрунтування рекомендацій із добровільного прийняття акціонерними товариствами України Принципів корпоративного управління і розроблення на їх основі власних кодексів.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Тараш Л.І. Економічний зміст і механізм реалізації акціонерної власності. Економічні науки. Серія «Економічна теорія та економічна історія». 2008. Вип. 5. Ч. 2. URL: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/en\\_etei/2008\\_5\\_2/zbirnuk\\_ETEI\\_08\\_2\\_217.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/en_etei/2008_5_2/zbirnuk_ETEI_08_2_217.pdf).
2. Корпоративне управління акціонерними товариствами: інституціональне забезпечення: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.02.03; Н.-д. екон. ін-т М-ва економіки України. К., 2006. 19 с.
3. Тараш Л.І. Концептуальний підхід к исследованию проблемы совершенствования корпоратив-

ного управления. Экономика промышленности. 2001. № 3. С. 21-24.

4. Пампура О.И., Кавитова Т.Н. Об управлении корпоративными правами. Экономика промышленности. 2001. № 1. С. 60-63.

5. Фролов П. Корпоративное управление и проблемы функционирования исполнительного органа – правления. Экономика Украины. 2004. № 2. С. 41-46.

6. Прилипко В.С. Развитие фондового рынка и перспективы зростання інноваційного потенціалу акціонерних товариств. Экономика і прогнозування. 2006. № 4. С. 92-107.

7. Кудласевич О. Проблеми становлення підприємництва в українській економічній літературі другої половини XIX сторіччя. Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації: зб. тез. Тернопіль: Економічна думка, 2006. Ч. 2. С. 400-402.

8. Гайдай Т.В., Кудлак В.Я. М.Х. Бунге як теоретик і практик ринкового реформування вітчизняної фінансової системи у другій половині XIX ст. Банківська справа. 2006. № 3. С. 13-26.

9. Туган-Барановський М.І. Основи політичної економії. Л.: ЛНУ ім. Івана Франка, 2003. 627 с.

10. Дєєва Н.Е. Корпоративне управління і фінансовий ринок: проблеми теорії та практики: монографія; НАН України, Ін-т економіки пром-ті. Донецьк, 2011. 524 с.

11. Інституціональне середовище українських моделей корпоративного управління / Л.Є. Довгань, В.Г. Герасимчук, І.П. Малик. Научные труды ДонНТУ. Серия: экономическая. 2006. Вып. 103-2. С. 214-221.

12. Пыжев И.С., Изаков И.А. Использование неинституционального подхода к моделированию распределения прав собственности в акционерном обществе. URL: [http://library.krasu.ru/ft/ft\\_articles/0114680.pdf](http://library.krasu.ru/ft/ft_articles/0114680.pdf).

13. Баюра Д.О. Аудит у системі корпоративного управління акціонерних товариств. Теоретичні та прикладні питання економіки. 2009. Вип. 20. С. 124-129.

14. Правила розрахунку індексу ПФТС: затверджено рішенням Ради ПФТС від 10.10.08. URL: [www.pfts.com/uk/indexes/?get\\_file=159](http://www.pfts.com/uk/indexes/?get_file=159).

15. Критерии: рейтинг корпоративного управления GAMMA, GAMMA – Governance, Accountability, Management Metrics and Analysis (анализ и оценка корпоративного управления, подотчетности и менеджмента). URL: <http://www.standardandpoors.ru/article.php?pubid=4178&sec=mt>.

16. Ponomarenko, T.V., and Khaertdinova, D.Z. 2015. Corporate systems of the knowledge management in the practices of integrated companies. Mediterranean Journal of Social Sciences, 6(3): 203-212. DOI: 10.5901/mjss.2015.v6n3s3p203.